



内部编号: 2023060256

上海国际集团资产管理有限公司

及其发行的公开发行债券

跟踪评级报告

分析师: 刘兴堂  liuxingtang@shxsj.com
官晨  gongchen@shxsj.com

评级总监: 熊荣萍 

联系电话: (021) 63501349

联系地址: 上海市黄浦区汉口路 398 号华盛大厦 14 层

公司网站: www.shxsj.com



上海新世纪资信评估投资服务有限公司

Shanghai Brilliance Credit Rating & Investors Service Co., Ltd.

评级声明

除因本次评级事项使本评级机构与评级对象构成委托关系外，本评级机构、评级人员与评级对象不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

本评级机构与评级人员履行了调查和诚信义务，出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本报告的评级结论是本评级机构依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

本次评级依据评级对象及其相关方提供或已经正式对外公布的信息，相关信息的真实性、准确性和完整性由资料提供方或发布方负责。本评级机构合理采信其他专业机构出具的专业意见，但不对专业机构出具的专业意见承担任何责任。

本报告并非是某种决策的结论、建议。本评级机构不对发行人使用或引用本报告产生的任何后果承担责任，也不对任何投资者的投资行为和投资损失承担责任。

本次跟踪评级的信用等级自本跟踪评级报告出具之日起至被评债券本息的约定偿付日有效。在被评债券存续期内，本评级机构将根据《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象（或债券）实施跟踪评级并形成结论，决定维持、变更或终止评级对象（或债券）信用等级。

本报告版权归本评级机构所有，未经授权不得修改、复制、转载、散发、出售或以任何方式外传。

未经本评级机构书面同意，本评级报告、评级观点和评级结论不得用于其他债券的发行等证券业务活动。本评级机构对本报告的未授权使用、超越授权使用和不当使用行为所造成的一切后果均不承担任何责任。

概述

编号：【新世纪跟踪（2023）100229】

评级对象：上海国际集团资产管理有限公司及其发行的公开发行债券

本次跟踪

前次跟踪

首次评级

	主体/展望/债项/评级时间	主体/展望/债项/评级时间	主体/展望/债项/评级时间
20 沪资 01	AAA/稳定/AAA/2023 年 6 月 20 日	AAA/稳定/AAA/2022 年 6 月 23 日	AAA/稳定/AAA/2020 年 4 月 30 日
21 沪资 01	AAA/稳定/AAA/2023 年 6 月 20 日	AAA/稳定/AAA/2022 年 6 月 23 日	AAA/稳定/AAA/2021 年 2 月 22 日
21 沪资 02	AAA/稳定/AAA/2023 年 6 月 20 日	AAA/稳定/AAA/2022 年 6 月 23 日	AAA/稳定/AAA/2021 年 7 月 5 日
21 沪资 03	AAA/稳定/AAA/2023 年 6 月 20 日	AAA/稳定/AAA/2022 年 6 月 23 日	AAA/稳定/AAA/2021 年 11 月 2 日

评级观点

主要优势：

- 外部环境良好。上海市综合经济实力与金融实力强，十四五规划期间，上海市政府贯彻国际经济、金融、贸易、航运和科技创新中心核心功能迈上新台阶的实施举措将有助于促进上海市经济的长期发展，为该公司提供了良好的环境和发展机遇。
- 股东支持力度大。该公司是上海国际集团开展国有资产管理及国有资本运营的主要实施主体之一，实际控制人为上海市国资委，可获得上海国际集团及上海市政府的大力支持。
- 较强的持续盈利能力。长、中、短期资产结构的构建有助于提升该公司的持续盈利能力。
- 流通股规模较大。该公司所持流通股规模较大，变现能力较强，浮盈较大，对公司的资产流动性及盈利构成了较好保障。

主要风险：

- 商业载体租赁业务风险加大。受宏观环境影响，该公司该类业务风险有所加大。
- 证券市场价格波动风险。该公司其他非流动金融资产及其他权益工具占资产总额比重较高，其中存量股票的市值波动将对公司的资产规模造成影响。

未来展望

通过对上海国际集团资产管理有限公司及其发行的上述债券主要信用风险要素的分析，本评级机构决定维持公司 AAA 主体信用等级，评级展望为稳定；认为上述债券还本付息安全性极强，并维持上述债券 AAA 信用等级。

主要财务数据及指标

项 目	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年 第一季度
母公司口径数据：				
总资产（亿元）	178.87	231.52	233.55	234.16
投资资产规模（亿元）	130.77	224.45	215.94	223.87
刚性债务（亿元）	71.53	72.22	73.57	73.67
所有者权益（亿元）	91.78	140.99	142.63	143.23
营业总收入（亿元）	25.95	17.93	10.68	0.62
净利润（亿元）	17.79	15.93	5.59	0.20

主要财务数据及指标

项 目	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年 第一季度
非筹资性现金净流入量（亿元）	6.46	2.50	8.12	-6.77
资产负债率[%]	48.69	39.10	38.93	38.83
双重杠杆率[%]	38.83	30.51	31.14	31.01
净资产收益率[%]	19.97	13.69	3.95	-
合并口径数据及指标:				
总资产（亿元）	189.36	234.80	229.08	229.43
总负债（亿元）	93.03	98.29	93.07	92.94
刚性债务（亿元）	71.59	76.35	73.57	73.68
所有者权益（亿元）	96.33	136.51	136.01	136.48
营业总收入（亿元）	27.43	20.29	12.63	1.38
净利润（亿元）	17.27	14.47	3.54	0.07
资产负债率[%]	49.13	41.86	40.63	40.51
权益资本与刚性债务比率[倍]	1.35	1.79	1.85	1.85
净资产收益率*[%]	19.22	12.43	2.60	-

注 1：根据上海国际资管经审计的 2020~2022 年及未经审计的 2023 年第一季度财务数据整理、计算；

注 2：营业总收入=营业收入+投资收益。

发行人本次评级模型分析表

适用评级方法与模型：金融机构评级方法与模型（金融投资公司）FM-JR005（2022.12）

评级要素			风险程度
个体信用	业务风险		3
	财务风险		2
	初始信用级别		aa
	调整因素	ESG 因素	0
		表外因素	0
		业务持续性	0
		其他因素	0
	调整理由： 无		
个体信用级别		aa	
外部支持	支持因素	+2	
	支持理由： 上海国际资管为上海国际集团全资子公司，实际控制人为上海市国资委，可获得上海国际集团的大力支持。		
主体信用级别			AAA

同类企业比较表

企业名称	最新主体信用等级	2022 年/末主要经营及财务数据					
		总资产	股东权益	净利润	双重杠杆率	资产负债率	净资产收益率
华宝投资有限公司	AAA	295.49	222.60	7.70	29.42	24.67	3.51
上海上国投资管理有限公司	AAA	245.49	189.96	6.96	1.27	22.62	3.56
华润金控投资有限公司	AAA	225.63	198.19	6.81	108.06	12.16	3.45
上海国际集团资产管理有限公司	AAA	233.55	142.63	5.59	31.14	38.93	3.95

注：以上数据均为母公司口径数据

跟踪评级报告

跟踪评级原因

按照上海国际集团资产管理有限公司公开发行 2020 年公司债券(第一期)、上海国际集团资产管理有限公司公开发行 2021 年公司债券(第一期)、上海国际集团资产管理有限公司公开发行 2021 年公司债券(第二期)和上海国际集团资产管理有限公司公开发行 2021 年公司债券(第三期)(分别简称“20 沪资 01”、“21 沪资 01”、“21 沪资 02”及“21 沪资 03”)信用评级的跟踪评级安排,本评级机构根据上海国际资管提供的经审计的 2022 年财务报表、未经审计的 2023 年第一季度财务报表及相关经营数据,对上海国际资管的财务状况、经营状况、现金流量及相关风险进行了动态信息收集和分析,并结合行业发展趋势等方面因素,进行了定期跟踪评级。

图表 1. 本次跟踪债券概况

债项名称	发行金额 (亿元)	期限 (天/年)	发行利率 (%)	发行时间	当前余额 (亿元)
20 沪资 01	2.00	3 年	3.30	2020 年 10 月	2.00
21 沪资 01	5.00	3 年	3.60	2021 年 3 月	5.00
21 沪资 02	8.00	3 年	3.18	2021 年 7 月	8.00
21 沪资 03	9.00	3 年	3.12	2021 年 11 月	9.00

资料来源:上海国际资管

概况

上海国际集团资产管理有限公司(以下简称“上海国际资管”、“该公司”或“公司”)成立于 1987 年 12 月,原名上海市上投实业公司,为上海市投资信托公司(后更名为“上海国际信托投资公司”)的全资子公司,注册资本 1000 万元。公司后经数次增资、股权变更及更名,2000 年 7 月注册资本为 5 亿元。2009 年 3 月,公司名称变更为“上海国际集团资产管理有限公司”,同时上海国际集团有限公司(以下简称“上海国际集团”)将原持有的上海市上投投资管理有限公司 100%的股权和持有的上海国际集团资产经营有限公司 100%的股权划转给公司,并将划转后的净资产转增资本,公司注册资本增至 15 亿元。2011 年 9 月,股东向公司增资 4.34 亿元;2013 年 8 月、2014 年 7 月和 2015 年 9 月,股东分别增资 4.00 亿元、4.16 亿元和 7.50 亿元。截至 2023 年 3 月末,公司注册资本为 35.00 亿元,系上海国际集团的全资子公司。

该公司经营范围为开展境内、外各种投资业务,资产经营管理业务,企业管理,财务咨询,投资咨询。公司目前主要从事境内投资业务,参与管理所属投资企业,提供与投资业务有关的配套服务。截至 2023 年 3 月末,公司业务涉及金融行业、商业载体租赁、酒店经营和综合实业等领域。

业务

1. 外部环境

(1) 宏观因素

2023 年第一季度，我国经济呈温和复苏态势；在强大的国家治理能力以及庞大的国内市场潜力的基础上，贯彻新发展理念和构建“双循环”发展新格局有利于提高经济发展的可持续性和稳定性，我国经济基本面长期向好。

2023 年第一季度，全球经济景气度在服务业的拉动下有所回升，主要经济体的通胀压力依然很大，美欧经济增长的疲弱预期未发生明显变化，我国经济发展面临的外部环境低迷且不稳。美联储、欧洲央行加息导致银行业风险暴露，政府的快速救助行动虽在一定程度上缓解了市场压力，但金融领域的潜在风险并未完全消除；美欧货币政策紧缩下，美元、欧元的供给持续回落，对全球流动性环境、外债压力大的新兴市场国家带来挑战。大国博弈背景下的贸易限制与保护不利于全球贸易发展，俄乌军事冲突的演变尚不明确，对全球经济发展构成又一重大不确定性。

我国经济总体呈温和复苏态势。就业压力有待进一步缓解，消费者物价指数小幅上涨。工业中采矿业的生产与盈利增长明显放缓；除电气机械及器材、烟草制品等少部分制造业外，大多数制造业生产及经营绩效持续承压，且高技术制造业的表现自有数据以来首次弱于行业平均水平；公用事业中电力行业盈利状况继续改善。消费快速改善，其中餐饮消费显著回暖，除汽车、家电和通讯器材外的商品零售普遍增长；基建和制造业投资延续中高速增长，房地产开发投资降幅在政策扶持下明显收窄；剔除汇率因素后的出口仍偏弱。人民币跨境支付清算取得新的进展，实际有效汇率稳中略升，境外机构对人民币证券资产的持有规模重回增长，人民币的基本面基础较为坚实。

我国持续深入推进供给侧结构性改革，扩大高水平对外开放，提升创新能力、坚持扩大内需、推动构建“双循环”发展新格局、贯彻新发展理念等是应对国内外复杂局面的长期政策部署；短期内宏观政策调控力度仍较大，为推动经济运行整体好转提供支持。我国积极的财政政策加力提效，专项债靠前发行，延续和优化实施部分阶段性税费优惠政策，在有效支持高质量发展中保障财政可持续和地方政府债务风险可控。央行实行精准有力的稳健货币政策，综合运用降准、再贷款再贴现等多种货币政策工具，加大对国内需求和供给体系的支持力度，保持流动性合理充裕，引导金融机构支持小微企业、科技创新和绿色发展。我国金融监管体系大变革，有利于金融业的统一监管及防范化解金融风险长效机制的构建，对金融业的长期健康发展和金融资源有效配置具有重大积极意义。

2023 年，随着各类促消费政策和稳地产政策逐步显效，我国经济将恢复性增长：高频小额商品消费以及服务消费将拉动消费进一步恢复；基建投资表现平稳，制造业投资增速有所回落，房地产投资降幅明显收窄；出口在外需放缓影响下呈现疲态，或将对工业生产形成拖累。从中长期看，在强大的国家治理能力以及庞大的国内市场潜力的基础上，贯彻新发展理念和构建“双循环”发展新格局有利于提高经济发展的可持续性和稳定性，我国经济长期向好的基本面保持不

(2) 区域市场因素

上海市综合经济实力逐年增强，地方经济继续保持增长态势，其中金融业已成为支撑上海区域经济发展的主要产业之一。十四五规划期间，上海市政府贯彻国际经济、金融、贸易、航运和科技创新中心核心功能迈上新台阶的实施举措有助于推动上海经济的长期发展。

相对于我国实体经济的快速发展，目前我国金融业在市场体系与市场规模、金融工具、金融人才、

金融服务、金融开放程度等方面仍显不足。金融业的资源配置功能未能有效发挥，金融业促进经济社会发展的作用未能充分体现。我国金融业仍然存在快速发展需求。

长期来看，区域经济一体化与世界经济一体化的发展趋势，将要求国内金融业加快开放步伐。经历 2008 年以来的全球金融危机，人民币国际化趋势日益增强。经济一体化与人民币国际化趋势将推动中国加速金融业发展与开放进程，而建立与之相配套的国际金融中心成为必然。根据上海市国民经济和社会发展的第十四个五年规划和二〇三五年远景目标纲要，上海市国际经济、金融、贸易、航运中心基本建成，具有全球影响力的科技创新中心形成基本框架；同时，明确到 2025 年，贯彻落实国家重大战略任务取得显著成果，城市数字化转型取得重大进展，国际经济、金融、贸易、航运和科技创新中心核心功能迈上新台阶。上海市国际经济、金融、贸易、航运和科技创新中心核心功能迈上新台阶的战略举措，既促进了上海市经济总体保持稳步增长态势，又为上海市金融业发展提供了良好的外部支持环境。

上海市经济实力极强，2022 年全市经济社会平稳健康发展，呈现稳中加固、稳中有进、稳中向好态势，实现了“十四五”良好开局。当年上海市实现地区生产总值 44,652.80 亿元，按可比价值计算，较上年下降 0.2%。其中第一产业增加值 96.95 亿元，较上年下降 3.5%；第二产业增加值 11,458.43 亿元，较上年增长 1.6%；第三产业增加值 33,097.42 亿元，较上年增长 0.3%。第三产业增加值占上海市生产总值的比重为 74.1%，较上年提高 0.8 个百分点。2022 年上海市战略性新兴产业仍保持较快发展态势，当年实现增加值 20,715.29 亿元，较上年增长 2.3%。当年战略性新兴产业增加值占上海市生产总值的比重为 23.8%，较上年提高 3.4 个百分点。

图表 2. 2020-2022 年上海市主要经济指标及增速

项目	2020 年		2021 年		2022 年	
	金额	增速 (%)	金额	增速 (%)	金额	增速 (%)
地区生产总值 (亿元)	38,700.58	1.7	43,214.85	8.1	44,652.80	-0.2
第一产业增加值 (亿元)	103.58	-8.2	99.97	-6.5	96.95	-3.5
第二产业增加值 (亿元)	10,289.47	1.3	11,449.32	9.4	11,458.43	1.6
第三产业增加值 (亿元)	28,307.54	1.8	31,665.56	7.6	33,097.42	0.3
工业增加值 (亿元)	9,656.51	1.4	10,738.80	9.5	10,794.54	-1.5
全社会固定资产投资 (亿元)	-	10.3	-	8.1	-	-1.0
社会消费品零售总额 (亿元)	15,932.50	0.5	18,079.25	13.5	16,442.14	-9.1
进出口总额 (万亿元)	8.7	3.8	10.09	15.4	7.72	1.9

资料来源：《上海市国民经济和社会发展统计公报》、上海市商务委

上海市金融业经过多年发展，已形成以资本、货币、外汇、商品期货、金融期货、黄金、产权交易等现代金融市场体系，聚集各类金融机构近 1,700 家，地区金融资源集聚度已初具规模。同时，金融业对上海地区经济的贡献度亦不断提高，金融业已成为支撑上海区域经济发展的主要产业之一。2022 年实现金融业增加值 8,626.31 亿元，比上年增长 5.2%。2022 年末，全市中外资金融机构本外币各项存款余额 192,293.06 亿元，比年初增加 16,463.21 亿元；贷款余额 103,138.91 亿元，比年初增加 7,106.78 亿元。2022 年上海市金融市场交易总额达到 2,932.98 万亿元，比上年增长 16.8%。贸易规模进一步扩大，贸易中心辐射效应继续显现。全年上海关区货物进出口总额 77,152.32 亿元，比上年增长 1.9%；其中，进口 31,625.05 亿元，下降 1.4%；出口 45,527.27 亿元，增长 4.3%。

同时，上海市进一步深化中国（上海）自贸试验区改革创新，科技创新引擎功能更加凸显，改革系统集成全面推进，开放型经济新体制进一步完善，全球资源配置功能不断增强。

2. 业务运营

该公司制定了长中短期资产结构合理配置，滚动发展的规划。公司将商业载体租赁及酒店经营业务作为主营业务中相对稳定的基础，长期经营以实现稳定的租金收入及物业增值；公司通过产业基金构筑中期资产结构，已经参与发起成立了四家产业基金管理

公司；公司同时积极开展财务投资，追求盈利稳定性及储备优质流动性资产。

A. 商业载体租赁及酒店经营

该公司在商业载体租赁及酒店经营业务板块下设六家并表子公司，分别为上海复旦国际学术交流中心有限公司（项目简称“复旦酒店”）、上海夏阳湖投资管理有限公司（项目简称“夏阳湖酒店”）、新上海国际大厦有限公司（项目简称“新上海国际大厦”）、上海国际集团大厦有限公司（项目简称“上海国际集团大厦”）、上海桥合置业有限公司（项目简称“桥合置业”）和上海海仑宾馆有限公司（项目简称“海仑宾馆”），均位于上海。

图表 3. 截至 2022 年末，公司商业载体租赁及酒店经营业务板块情况（单位：亿元，%）

公司名称	项目简称	账面投资成本	持股比例	投资时点	2022 年末总资产	2022 年净利润	是否并表
上海复旦国际学术交流中心有限公司	复旦酒店	0.50	100.00	2003.1	2.34	-0.38	是
上海夏阳湖投资管理有限公司	夏阳湖酒店	4.29	100.00	2005.4	3.72	-0.26	是
新上海国际大厦有限公司	新上海国际大厦	2.15	60.00	2002.11	2.74	0.09	是
上海国际集团大厦有限公司（原“上海绅士商城有限公司”） ¹	上海国际集团大厦	2.81	100.00	1994.8	2.59	0.38	是
上海桥合置业有限公司	上海国际财富中心	10.00	100.00	2015	22.56	-1.03	是
上海海仑宾馆有限公司	海仑宾馆	12.69	100.00	1989.4	0.60	-0.25	是

资料来源：上海国际资管

复旦酒店位于上海市杨浦区，于 2006 年 5 月开业，为提高酒店服务质量，改善经营状况，2020 年该公司对复旦酒店进行了修理更新，近几年酒店经营情况仍不容乐观，2022 年实现净利润-0.38 亿元。

夏阳湖酒店位于上海市青浦区，于 2011 年 12 月开业，为改善酒店板块财务状况，该公司于 2019 年对夏阳湖酒店增资 3.00 亿元，并收回等额股东借款，2022 年酒店仍处于亏损阶段，实现净利润-0.26 亿元。

海仑宾馆位于上海黄浦区南京路步行街，于 1993 年 2 月开业，2006 年 12 月重新装修，2022 年实现净利润-0.25 亿元。

新上海国际大厦于 1997 年竣工，于 1998 年投入使用，位于上海市浦东新区陆家嘴金融贸易区中心。近年来受实体经济下行和行业环境变化影响，新上海国际大厦经营情况面临一定的挑战，2022 年实现营业收入 0.35 亿元，净利润 0.09 亿元。

上海国际集团大厦位于上海市静安区威海路商业办公区域，于 1996 年竣工并投入使用。目前，上海国际集团大厦已接近满租，2022 年租金水平为 6.70 元/平方米/天。目前该公司持有上海国际集团大厦 100.00% 的股份。2022 年上海国际大厦实现营业收入 0.69 亿元，净利润 0.38 亿元。

图表 4. 新上海国际大厦和上海国际集团大厦情况（单位：亿元，万平方米，元/平方米/天）

公司名称	可租赁面积	已出租面积			主营业务收入			平均出租单价		
		2020 年末	2021 年末	2022 年末	2020 年	2021 年	2022 年	2020 年	2021 年	2022 年末
新上海国际大厦	3.3	1.8	2.5	2.4	0.35	0.43	0.35	5.14	5.70	5.81
上海国际集团大厦	3.3	3.2	3.2	3.2	0.69	0.75	0.69	6.63	6.66	6.70

资料来源：上海国际资管（截至 2022 年末）

¹ 2018 年 7 月 11 日，该公司在上海联合产权交易所完成收购上海九百（集团）有限公司和上海申视实业有限公司分别持有的上海绅士商城有限公司（以下简称“绅士商城”）16.92%和 17.31%股权。截至本评级报告出具日，公司合计持有绅士商城 100% 股权，为公司的全资子公司。2018 年 8 月 9 日，根据沪国际（2018）109 号，绅士商城名称变更为上海国际集团大厦有限公司，并于 8 月 16 日完成工商变更。

该公司已将商业载体租赁及酒店经营业务重心向办公楼转移，且公司还成立子公司桥合置业，专门负责通过现金或股权收购等资本运作方式收购办公楼资产用以充实商业载体租赁业务后期发展。2019年，桥合置业受让浦东金桥持有的上海国际财富中心在建项目，2021年6月竣工。2022年上海国际财富中心全年完成新增签约1.7万平方米，年底出租率达到31.78%。

B. 产业基金

该公司以产业基金构筑了中期资产结构的主要组成部分。公司已经参与发起成立了金浦产业投资基金管理有限公司（以下简称“金浦管理公司”）、上海国和现代服务产业股权投资管理有限公司（以下简称“国和管理公司”）、上海瑞力投资基金管理有限公司（以下简称“瑞力管理公司”）和上海国方私募基金管理有限公司²（以下简称“国方管理公司”）四个产业基金投资管理公司，并为金浦管理公司、国和管理公司和国方管理公司的第一大股东，瑞力管理公司的第二大股东。公司在作为战略引导者对基金管理公司进行管控的同时，也积极参与基金份额的认购，分别承诺自有资金认缴了上海金融发展投资基金12.83亿元、上海金融发展投资基金二期2.00亿元、上海金融科技基金9.00亿元、生物医药基金1.00亿元、上海国和现代服务业股权投资基金7.56亿元、上海国和现代服务业股权投资基金二期1.80亿元、上海国和现代服务业股权投资基金三期2.50亿元、上海瑞力新兴产业投资基金8.00亿元、国方母基金19.00亿元和长三角协同优势产业基金20.00亿元。

图表 5. 截至 2022 年末，公司产业基金板块情况（单位：亿元，%）

基金公司	注册资本	持股比例	主要基金	总认缴规模	承诺认缴金额	已投入金额	投资范围
金浦产业投资基金管理有限公司	1.20	49.50	上海金融发展投资基金	90.00	15.00	12.83	金融服务业（银行、证券、保险、信托租赁、期货、资产管理、金融信息等）
			金融二期基金	12.00	2.00	2.00	金融服务业（银行、证券、保险、信托租赁、期货、资产管理、金融信息等）
			金融科技基金	30.00	9.00	2.70	金融科技行业
			生物医药基金	6.87	1.00	1.00	生物医药相关领域
上海国和现代服务业股权投资管理有限公司	0.80	36.00	国和现代服务业基金	25.36	7.56	7.56	金融服务、医疗健康、文化传媒、节能环保等
			国和现代服务业基金二期	13.42	1.80	1.15	金融服务、医疗健康、文化传媒、节能环保等
			国和现代服务业基金三期	11.25	2.50	1.75	金融服务、医疗健康、文化传媒、节能环保等
上海瑞力投资基金管理有限公司	1.185	15.19	上海瑞力新兴产业平行基金	30.30	8.00	1.20	新兴战略性产业、新兴文化传媒产业和新兴文化科技地产
上海国方私募基金管理有限公司	1.00	35.00	国方母基金	60.00	19.00	11.00	各类型产业基金
			长三角协同优势产业基金	20.00	20.00	20.00	生物技术、物联网、人工智能等

资料来源：上海国际资管

2009年，发改委批准上海国际集团和中国国际金融公司（以下简称“中金公司”）各入股50%筹建上海地区的金融产业基金管理公司，并获批可在十年内募集至多200亿元人民币的金融产业投资基金，投资方向为银行、基金和信托等金融类公司，也不排除非金融类产业。2009年8月，金浦管理公司成立，由该公司和中金公司各持股50%，管理基金总规模为200亿元人民币，分两期运营。此后，根据发展需要，金浦管理公司股东结构发生变更。截至2022年末，公司作为第一大股东持股49.50%，其他

² 原名为上海国方母基金股权投资管理有限公司

股东包括张家港保税区千德投资有限公司、华泰创新投资有限公司、横店集团控股有限公司等。金浦管理公司管理的一期上海金融发展投资基金于 2011 年 3 月设立，并于 2012 年 12 月封闭。上海金融发展投资基金于 2016 年结束投资期，目前处于退出期，持有的金融类投资包括中国银联、中银国际证券，持有的其他投资包括未名医药等，已退出的投资包括国泰君安证券、苏州捷力、兴业银行、华宇园林、今世缘酒业等。截至 2022 年末，公司已累计从上海金融发展投资基金收回 19.74 亿元。同期末，金融二期基金已完成投资 2 亿元，主要投资领域为金融发展、医疗健康、医疗服务、互联网和大消费等，持有的主要投资包括蚂蚁集团、唱吧科技和博创联动等，目前也已进入退出期，已退出的投资包括 b 站、广州力摯等。截至 2022 年末，公司已累计从金融二期基金收回 0.68 亿元。金浦管理公司于 2016 年成立生物医疗基金，主要用于承接金融二期基金中生物医疗方向投资，具体投资项目包括长风药业、天演药业和赛诺威盛等，已退出的投资包括高徒（原跟谁学）、源兴基因和盟科药业等，截至 2022 年末该基金已完成投资 1 亿元。此外，2022 年一季度，公司与上海国泰君安创新股权投资母基金中心等出资人共同设立上海金融科技基金，由金浦管理公司担任基金管理人，该基金将顺应上海建设金融科技中心的战略规划，聚焦金融科技领域投资，帮助被投企业实现数字化转型。截至 2022 年末，金融科技基金已投资 2.7 亿元，目前处于投资期，主要投资项目包括迅策科技、金仕达、山源科技、鼎茂科技、华天软件、竹间智能、斑马智行等。

2009 年，上海市金融办批准上海国际资管和陆家嘴金融发展有限公司（以下简称“陆金发”）以及通联支付网络股份有限公司（以下简称“通联支付”）共同发起设立上海地区的现代服务产业基金管理公司。2009 年 12 月，国和管理公司正式成立，注册资本 8000 万元，其中公司出资 4000 万元，占比 50.00%；陆金发出资 2800 万元，占比 35.00%；通联支付出资 1200 万元，占比 15.00%。截至 2022 年 3 月末，该公司作为第一大股东持股 36.00%。国和管理公司管理的国和现代服务业基金于 2011 年 10 月成立。截至 2022 年末，国和现代服务业基金已经完成全部投资，目前处于退出期，所投项目包括通联支付、德邦成长等，已退出投资项目包括恩捷股份、东方明珠、传化智联、芒果超媒、德邦物流、北京梯云和诚迈科技等。截至 2022 年末，公司累计从国和一期现代服务业基金收回 12.94 亿元。国和管理公司的二期现代服务业基金于 2017 年成立，目前处于退出期，主要投资领域为金融服务、医疗健康、文化传媒、节能环保等，截至 2022 年末已完成投资 1.15 亿元，累计收回 0.82 亿元，所投项目包括连连科技、优炫软件、快仓智能、冰鉴科技、甲乙丙丁等，已退出投资项目有微盟集团、奇安信、爱回收、亚信安全、创新奇智、意科碳素、聚晶科技。国和现代服务业基金三期于 2018 年成立，目前处于投资期，主要投资领域为金融服务、医疗健康、文化传媒、节能环保等，截至 2022 年末已未完成投资 1.75 亿元，所投项目包括卡美啦、英创汇智等。

同时，2015 年，该公司还与国和基金公司协同成立资产管理计划³，投资东方明珠定向增发项目，总认缴规模 12.00 亿元，认缴股数 0.37 亿股，国和基金公司作为第五大股东，持股比例为 1.41%。公司通过上海国际信托认购 4.00 亿元，其中公司自有资金认缴 3.30 亿元，剩余 0.70 亿元由两个非关联投资者认缴，公司从中收取财务顾问费。截至 2022 年末，公司自有资金部分公允价值 0.88 亿元。

上海国际集团于 2011 年 9 月发起设立了境外子公司香港沪光国际投资管理有限公司（以下简称“沪光国际”），通过上海国际集团资产管理有限公司和沪光国际共同设立了瑞力投资，为中外合资基金管理公司，上述各股东持股比例分别为 20.41%和 79.59%。2014 年，上海国际集团将沪光国际等六家子公司整体转让给上海实业（集团）有限公司后，瑞力投资引入上投资本管理公司和上海报业集团对公司进行重组。截至 2022 年末，上报资产管理公司和上投资本管理公司作为基金管理者，分别持有瑞力投资 32.91%和 26.58%，公司持有 15.19%的股权。瑞力投资旗下的上海瑞力新兴产业平行基金（以下简称“瑞力基金”）于 2012 年 7 月正式成立，目前处于退出期，持有的主要投资项目为建装业、梓昆科技等，已退出的项目包括海峡环保、远大住工、普乐家具。截至 2022 年末，该公司累计从瑞力基金收回 1.44 亿元。

³ 该资产管理计划隶属于国和现代服务业基金

图表 6. 截至 2022 年末，瑞力基金投资管理有限公司股权结构（单位：亿元，%）

序号	股东名称	出资额	持股比例
1	上海上报资产管理有限公司	0.39	32.91
2	上海上投资本管理有限公司	0.32	26.58
3	上海国际集团资产管理有限公司	0.18	15.19
4	上海瑞保投资管理合伙企业（有限合伙）	0.15	12.66
5	香港沪光国际投资管理有限公司	0.08	6.33
6	山东太阳控股集团有限公司	0.08	6.33

资料来源：上海国际资管

2017 年 6 月，该公司和金浦管理公司、宁波梅山保税港区锦程沙洲股权投资有限公司、中国万向控股有限公司以及上海爱建资本管理有限公司共同成立国方管理公司，注册资本 1.00 亿元，其中公司出资 0.30 亿元，持股比例 30.00%，后公司对国方管理公司增加投资，截至 2022 年 3 月末，公司持股比例为 35%。国方管理公司目前投资项目包括国方母基金，公司计划作为基石投资人出资不低于 14.00 亿元。该基金目前处于退出期，所持的主要投资项目为智云健康、三维天地、创新奇智、和元生物、商汤科技、微泰医疗、华大智造、新里程、英谷激光、中芯长电等，已退出的项目为智云健康、三维天地、创新奇智、和元生物等，累计已收回 0.87 亿元。2021 年，上海国际集团无偿划拨由国方管理公司作为管理人的长三角协同优势产业基金至公司。该基金目前处于投资期，投资范围包括生物技术、物联网、人工智能等。截至 2022 年末，该基金主要投资项目为恒玄科技、韦尔股份、聚芯微、必欧翰、鼎泰药研、吉诺汽车等，已退出的项目包括聚芯微、必欧翰、鼎泰药研、吉诺汽车、汉飞航空、兆维科技等，累计已收回 0.60 亿元。

该公司设立了产业基金部，并通过董监事对基金管理公司进行监督管理。公司通过各基金管理公司以市场化机制吸纳行业顶尖的投资团队，而并不直接参与具体项目的投资。根据公司制定的基金契约，基金管理公司一般可获得每年 1.70%~2.00%的管理费收入，并在基金项目退出时根据基金合伙协议的约定获得超额收益分配。

该公司目前已在产业基金板块投入一定规模的资金，并将在未来继续进行投资，主要为现有基金已承诺认缴份额的后续出资，以及计划在现有基金品牌下设立子品牌基金或设立新基金的出资。

C. 财务投资

该公司的财务投资以追求盈利及储备优质流动性资产为主要目标，是公司利润的重要来源。公司主要投资及管理领域包括股票、开放式基金、可转换债券、货币基金、定向增发、未上市公司股权及债权投资等。2022 年，公司聚焦信创、数字经济等重点产业，通过一级市场直投、SPV 嵌套投资、二级市场股票投资、REITS 基金投资等方式投资了斑马网络、联影医疗等 16 个项目，投资成本合计 12.42 亿元。

该公司从 20 世纪 90 年代开始进行财务投资，投资了陆家嘴、浦东金桥和外高桥等浦东开发的主要市场主体，并和一些优秀跨国企业合作投资了奥的斯电梯、宜家家居、高仕香精和申美饮料等企业。2000 年后，伴随着国内商业银行综合改革等金融改革政策的启动，公司参与投资了交通银行、浦发银行、上海农商行⁴、汉口银行、龙江银行等一批商业银行法人股以及通联股份、国盛典当、宝鼎投资等金融衍生业的股权。2013 年以来，随着我国宏观经济的转型升级，公司确立了买入经济转型赢家的投资策略，投资标的主要包括符合未来发展趋势的增长型企业 and 与经济周期弱相关的优势企业等。2014 年，公司将 A 股定向增发作为财务投资的重要方向，同时积极跟踪研究上海自贸区的政策变化和投资机遇，参与了自贸区上海人寿保险股份有限公司的发起设立，并已于 2015 年初完成出资 8000 万元人民币。2016 年上半年公司完成对上海保险交易所股权投资 3000 万元。2018 年-2020 年，公司积极布局国企改革、高端装备、高端消费、云计算基础设施等领域，新增权益类投资分别为 10.60 亿元、6.16 亿元和 7.55 亿元，参与项目包括上海国资国企改革老凤祥股权改制项目、人工智能行业龙头公司寒武纪一级市场项目、水果产业链鑫荣懋项目、千寻位置投资项目、中盐股份混改项目、中国通号战略配售、

⁴ 2020 年底，该公司将上海农商行股权无偿划转至上海久事（集团）有限公司。

华大智造投资项目等。2021 年公司重点聚焦半导体、计算机等科创领域，新增权益类投资 6.22 亿元，其中，完成信创产业投资 5.25 亿元，参与项目包括宝德计算机、合肥长鑫、中芯长电等。2022 年公司完成一级股权投资 9.40 亿元，主要覆盖了科技及医疗行业，投资了华太电子、迅策科技、斑马网络、汇禾医疗等项目。

项目退出方面，该公司积极梳理存量项目，落实一级市场项目退出。2014-2021 年，公司持续推进通联支付网络服务股份有限公司（以下简称“通联支付”）股权退出工作，于 2021 年完成通联支付最后一笔股权转让交易，实现退出收益 2.31 亿元，总收益达 4.28 亿元，内部收益率约 22.75%。2021 年，公司处置中芯国际战略配售项目，实现处置收益 0.93 亿元；处置寒武纪 SPV 间接持股项目，实现处置收益 0.13 亿元。2022 年，公司实现一级市场转让收益 0.85 亿元。

图表 7. 截至 2022 年末，公司财务投资板块参股公司情况（单位：亿元，%）

被投资企业	初始投资时间	投资成本	持股比例
上海申美饮料食品有限公司	1987.8	1.09	13.89
上海埃斯凯变压器有限公司	1991.11	0.10	6.10
上海水仙电器股份有限公司	1992.6	0.09	1.12
上海中科股份有限公司	1994.5	0.08	13.56
上海宝鼎投资股份有限公司	2000.12	0.37	10.61
国泰君安投资管理股份有限公司	2001.12	0.01	-
上海国盛典当有限公司	2005.12	0.15	9.70
龙江银行股份有限公司	2009.12	2.40	4.25
上海国际集团资产经营有限公司	2009.2	3.05	100.00
上海人寿保险股份有限公司	2015.1	0.80	1.33
蚂蚁金服	2016.12	0.44	17.82
上海保险交易所股份有限公司	2016.4	0.30	1.34
老凤祥	2018.12	2.18	10.00
蚂蚁金服	2018.6	0.49	15.38
鑫荣懋	2018.9	1.45	31.55
浩鲸云	2018.9	3.00	27.06
中盐股份	2019.10	0.95	63.33
千寻位置	2019.10	2.97	49.50
西人马	2020.11	0.80	46.84
宝湾物流	2020.12	1.00	54.05
顺丰快运	2020.3	0.90	14.10
上海国有资本运营研究院有限公司	2020.9	0.06	15.00
派拉软件	2021.10	0.40	40.00
先正达	2021.11	0.01	50.05
宝德计算机	2021.4	1.00	50.00
睿力集成	2021.7	3.00	29.40
中芯长电	2021.9	0.95	35.29
汇禾医疗	2022.11	0.49	24.99
斑马网络	2022.12	2.00	74.81
瞻芯电子	2022.12	0.60	50.00
上海六晶科技股份有限公司	2022.12	1.00	10.44
臻驱科技（上海）有限公司	2022.12	0.50	2.05
上海凯世通半导体股份有限公司	2022.3	0.25	1.45
迪思微	2022.5	1.00	48.08
华太电子	2022.6	0.60	50.00
迅策科技	2022.6	1.00	50.00

被投资企业	初始投资时间	投资成本	持股比例
锐凯达	2022.9	0.96	25.26
江苏先科半导体新材料有限公司	2022.9	1.00	4.06
合计	-	37.45	-

资料来源：上海国际资管（不包括报告前述负责商业载体租赁项目运营或收购的项目公司和酒店经营业务板块参股公司）

截至 2022 年末，该公司持有的可供出售股票公允价值合计 39.33 亿元。公司作为上海市最早的投资公司之一，主要以投资上海本地企业为主，如公司为浦东金桥、陆家嘴的股东，该类股票投资时机较好，获取成本较低，目前已累积较大规模浮盈。近年来，公司加强市场研判，有计划地在相应股价高位区间处置所持股票份额。2022 年，公司处置了部分上市公司项目，实现转让收益 2.68 亿元。

图表 8. 截至 2022 年末，公司财务投资板块股票明细（单位：万股，亿元）

被投资企业	持股数量	投资成本	截至 2022 年末公允价值
申达股份	142.57	0.04	0.05
浦东金桥	1988.66	0.80	2.21
陆家嘴	11914.09	1.83	11.60
上工申贝	625.82	0.36	0.31
浦发银行	3693.38	0.40	2.29
京新药业	1230.99	0.77	1.50
国泰君安	3566.37	0.91	4.85
交通银行	4040.90	0.94	1.92
三六零	773.40	1.00	0.51
中粮资本	8042.79	8.00	5.76
长远锂科	3279.07	1.02	4.43
华大智造	47.94	0.42	0.47
联影医疗	197.35	2.18	3.03
合计	39543.31	18.69	39.33

资料来源：上海国际资管

除一级股权和二级股票投资外，近年来，该公司开始尝试 REITS 基金投资，目前预期收益良好。2022 年，公司参与了国泰君安临港创新产业园 REIT、国泰君安东久新经济 REIT 和华夏和达高科 REIT 基金项目，投资成本合计 0.42 亿元。截至 2022 年末，公司累计持有 4 单 REITS 基金投资项目，投资成本合计 1.35 亿元，期末公允价值 1.72 亿元。此外，公司在预算范围内，根据资金状况择机通过货币基金及短期理财产品等方式进行流动性管理。

整体来看，由于该公司部分股票投资时间较早，近年来存量股票增值较多，财务投资板块资产规模扩张较快，平均浮盈超 100%，对公司的盈利水平及其他业务板块的发展提供了有效支持。受国资监管要求，公司可投资标的较为有限，投资风格偏稳健。

财务

该公司各业务板块已基本形成了投资与融资的相互匹配，资产负债匹配度较高。公司杠杆经营程度适中，债务偿付压力可控，债务结构较为合理。受制于股票二级市场行情，公司库存股票市值有所波动，但存量股票依然有较大规模浮盈，加之未来产业基金 LP 份额的浮盈变现，公司流动性能得到有效支撑。

该公司商业载体租赁及酒店经营业务板块投资成本较低，经营有待提升，但物业增值幅度较大；产业基金板块中的基金陆续进入退出期，投资逐步回收，可在未来实现大规模的现金回笼及利润贡献；财务投资板块可对公司的盈利形成较好的补充。

1. 数据与调整

大信会计师事务所（特殊普通合伙）对该公司的 2020-2021 年财务报表进行了审计，天职国际会计师事务所（特殊普通合伙）对公司的 2022 年财务报表进行了审计，并均出具了标准无保留意见的审计报告。公司执行企业会计准则、企业会计制度及其补充规定。公司在历次审计检查中未发现重大问题、未出现重大资产损失，未接受过通报、批评等情况。

2. 杠杆水平

2020-2022 年末及 2023 年 3 月末，该公司母公司口径所有者权益保持增长，分别为 91.78 亿元、140.99 亿元、142.63 亿元和 143.23 亿元。公司近年来实收资本无变化，均为 35.00 亿元。受二级市场波动影响，2022 年公司其他权益工具投资公允价值浮亏，致使公司其他综合收益下降 2.47 亿元。2022 年公司实现净利润 5.59 亿元，分配现金股利 1.59 亿元，提取盈余公积 1.36 亿元，年末未分配利润较上年末增长 2.65 亿元。

近年来，和投资资产浮盈及投资规模上涨的幅度相比，该公司母公司口径刚性债务上升幅度较小，从而使得债务价值比和资产负债率持续下降。

图表 9. 公司杠杆率指标状况

主要数据及指标	2020 年末	2021 年末	2022 年末
债务价值比[%]	50.56	29.91	29.11
债务价值比*[%]	50.56	29.91	29.11
双重杠杆率[%]	38.83	30.51	31.14
资产负债率[%]	48.69	39.10	38.93

资料来源：上海国际资管（母公司口径）。

该公司主要通过银行借款和债券发行的方式筹措资金。截至 2022 年末，公司银行借款规模 22.76 亿元，债券发行规模 50.18 亿元。公司银行借款以短期信用借款为主，借款方以国有四大行及大型股份制银行为主，短期借款利率在 2.90%~3.30% 区间。债券发行方面，2022 年公司发行 2 期三年期公司债券，规模分别为 12.00 亿元和 4.00 亿元，利率分别为 2.90% 和 2.80%。

3. 流动性

合并口径资产结构方面，该公司资产结构以非流动资产为主。2020-2022 年末及 2023 年 3 月末，非流动资产余额分别为 132.88 亿元、195.75 亿元、207.03 亿元和 212.10 亿元，占同期末总资产的比重分别 70.18%、83.37%、90.37% 和 92.45%。公司非流动资产主要由其他非流动金融资产、投资性房地产、其他权益工具投资、固定资产和长期股权投资构成，截至 2022 年末，上述科目余额分别为 133.37 亿元、26.67 亿元、19.49 亿元、19.90 亿元和 3.86 亿元。其中，其他非流动金融资产及其他权益工具投资主要为公司所持股票、产业基金 LP 份额、参与成熟商业租赁载体之项目管理公司股权和其他非上市股权投资；投资性房地产主要为上海国际集团大厦、新上海国际大厦和上海国际财富中心；固定资产主要为复旦酒店、夏阳湖酒店和海仑宾馆；长期股权投资主要为权益法核算的对产业基金管理公司的投资。截至 2022 年 3 月末，上述科目余额分别为 138.60 亿元、26.30 亿元、20.03 亿元、19.67 亿元和 3.86 亿元。

该公司流动资产主要由交易性金融资产、货币资金和其他流动资产构成。截至 2022 年末，上述科目占流动资产比重分别为 59.98%、26.79% 和 3.88%。

由于该公司库存股票市值较大，其他非流动金融资产及其他权益工具投资规模的变动已成为公司资产总额变动的主要影响因素，2020-2022 年末其他非流动金融资产及其他权益工具投资之和（2020 年为可供出售金融资产）占总资产的比例分别为 59.91%、66.73%和 69.14%，均维持在相对较高水平。其他非流动金融资产及其他权益工具投资中大部分为流通股，变现能力较强，为公司带来了较好的流动性，但股票的市值波动将对公司的资产规模及利润表现造成影响。此外，其他非流动金融资产中的产业基金 LP 份额仍以投资成本计价，浮盈部分在基金层面体现，未来随着产业基金逐步退出，基金陆续分配本金及收益时，公司资产规模将有一定的上升空间。

从母公司口径看，2020-2022 年末及 2023 年 3 月末，该公司母公司口径资产总额分别为 178.87 亿元、231.52 亿元、233.55 亿元和 234.16 亿元。2022 年末，公司资产规模延续增长，但投资资产规模有所下降，高流动性资产占比亦下降。

图表 10. 公司高流动性资产占比（单位：亿元、%）

项目	2020 年末	2021 年末	2022 年末
高流动性资产规模	5.41	29.59	16.79
高流动性资产占比	3.97	12.89	7.40

资料来源：上海国际资管（母公司口径）。

2022 年以来，该公司合并口径刚性债务规模有所下降。2020-2022 年末及 2023 年 3 月末，公司合并口径刚性债务分别为 71.59 亿元、76.35 亿元、73.57 亿元和 73.68 亿元，其中母公司口径刚性债务分别为 71.53 亿元、72.22 亿元、73.57 亿元和 73.67 亿元。具体来看，2022 年，公司通过发行中长期债券置换部分短期刚性债务，公司短期刚性债务下降较快，债务期限结构趋于合理。

截至 2022 年末，该公司已获得建设银行、中国银行、招商银行等多家大行合计 61.00 亿元的授信规模，其中已使用授信额度 22.78 亿元。充裕授信敞口能对公司流动性提供有效支撑。

图表 11. 公司刚性债务构成（亿元）

刚性债务种类	2020 年末	2021 年末	2022 年末	2023 年 3 月末
短期刚性债务合计	28.57	47.78	35.11	35.15
其中：短期借款	6.08	13.29	22.80	12.97
应付短期融资券	20.00	20.25	10.12	20.07
一年内到期的非流动负债	2.50	14.24	2.19	2.03
中长期刚性债务合计	42.95	24.44	38.46	38.61
其中：应付债券	42.95	24.44	38.46	38.61
刚性债务合计	71.53	72.22	73.57	73.67
短期刚性债务占比（%）	39.95	66.15	47.72	47.60

资料来源：上海国际资管（母公司口径）。

该公司以商业载体租赁及酒店经营业务板块的分红及转让、产业基金板块的投资分配以及财务投资板块滚动操作的相关现金收支均列入投资活动产生的现金流量中。近年来，公司持续对产业基金及财务股权项目进行投资，2020-2022 年公司投资支付的现金规模分别为 47.10 亿元、13.76 亿元和 20.94 亿元。与此同时，公司通过退出存量股权回笼资金，2020-2022 年公司收回投资及取得投资收益回笼的现金之和分别为 68.73 亿元、23.27 亿元和 13.10 亿元。

该公司经营活动产生的现金流量规模较小，仅包括合并范围子公司的经营性现金收支，如租金收入、酒店餐饮客房等现金收支。2020-2021 年公司经营活动现金流出金额大幅增长主要系为其控股子公司桥合置业支付建设投资商业租赁载体（商用办公楼）相关工程款。

该公司筹资活动现金流入主要来自银行借款及发行债券，筹资活动现金流出主要来自银行借款的还本付息及利润分配。2022 年，公司筹资规模减小且提高利润分配力度，筹资活动现金呈净流出状态。

图表 12. 公司现金流量情况（单位：亿元）

主要数据及指标	2020 年	2021 年	2022 年
经营活动产生的现金流量净额	-5.65	-4.38	-0.51
投资活动产生的现金流量净额	20.01	2.58	14.01
筹资活动产生的现金流量净额	-11.94	1.12	-6.68

资料来源：上海国际资管

从母公司口径现金流指标看，该公司主要依靠投资分红收益来覆盖利息支出及管理费用。公司投资现金流入主要来自于收回投资收到的现金，投资收益带来的现金流入相对较小，现金充足率指标相对偏弱。

图表 13. 公司现金流指标状况（单位：%）

主要数据及指标	2020 年	2021 年	2022 年
现金充足率	51.83	31.38	54.45

资料来源：上海国际资管（母公司口径）。

该公司各业务板块已基本形成了投资与融资的相互匹配、良性循环。商业载体租赁及酒店经营业务板块发展相对成熟，可充分依靠老项目退出及经营性配套融资支持；产业基金板块初期投入主要依靠货币资金、出售存量股权、股东增资及资产盘整等进行补足，未来投资则将依靠投资回款实现滚动操作，不会增加负债；财务投资板块在吐故纳新、滚动续作的基础上，也为其他业务板块提供资金支持；而过往年份的存量债务则独立于主要业务板块以外，通过借新还旧滚存，并引入长期限的直接债务融资工具进行替换。整体来看，公司目前杠杆经营程度适中，债务偿付压力可控，资产负债匹配度较高，债务结构较为合理，面临的流动性风险较小。

4. 盈利能力

该公司商业载体租赁及酒店经营带来的主营业务收入、产业基金及财务投资的投资收益构成了其利润总额的主要来源。

该公司合并范围的商业载体租赁及酒店经营业务方面，受市场环境影响，近年来收入有所下滑。但目前复旦酒店和夏阳湖酒店仍处于培育期，投资成本较低，资产质量较好，存在较大的增值空间，且近年的亏损对公司影响较小，故公司将长期持有；公司于 2020 年完成对海仑宾馆的控股，受宏观环境影响近年仍有一定亏损；新上海国际及上海国际集团大厦运作已较成熟，且地段较好，物业评估增值较大；上海国际财富中心 2021 年竣工，后续随着出租率提升将提升营业收入。该公司参股的酒店经营类投资时点较早，成本较低，公司除可获取稳定的分红收益外，物业增值幅度亦较大。

图表 14. 公司营业收入构成情况（单位：亿元）

	2020 年	2021 年	2022 年
写字楼租金收入	0.90	1.08	1.13
酒店经营收入	0.75	1.60	1.01
其他收入	0.28	0.17	0.21
合计	1.93	2.85	2.35

资料来源：上海国际资管

产业基金方面，目前上海金融发展投资基金、金融二期基金、生物医药基金、国和现代服务业基金、国和现代服务业基金二期、上海瑞力新兴产业平行基金和国方母基金均已进入退出期。截至 2022 年末该公司已累计从产业基金收回 37.77 亿元。2020-2022 年，该公司实现基金分配收益 4.90 亿元、2.20 亿元和 2.87 亿元。由于公司分别持有金浦管理公司、国和管理公司和国方管理公司 49.50%、36.00%和 35.00%的股份，同时参与了较多的 LP 份额，未来三只基金浮盈变现后，将可获得可观的投资收益和超额收益分配。

该公司结合商业载体租赁及酒店经营的主营业务收入及产业基金板块的投资收益情况，通过处置存量财务投资（主要为库存股票）对利润水平进行平滑操作。2022 年，公司本部处置上市项目实现投资收益 2.68 亿元，较上一年同比增长 15%，处置非上市项目实现投资收益 0.85 亿元，较上一年同比降低 65%。

2022 年，该公司合并口径盈利能力有所弱化，主要原因系酒店经营收入减少带来的营业收入减少、酒店板块一次性置换收益不再贡献利润致使投资收益同比大幅降低以及二级市场估值下降导致的公允价值变动收益转负。

图表 15. 公司投资收益和利润总额构成情况（单位：亿元）

	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年一季度
投资收益	25.50	17.44	10.29	0.60
其中：权益法核算的长期股权投资收益	0.79	0.06	1.11	-
处置可供出售金融资产取得的投资收益	6.38	-	-	-
持有期间取得的投资收益	13.35	-	-	-
处置长期股权投资产生的投资收益	3.74	7.99	-	-
持有其他非流动金融资产取得的投资收益	-	3.01	3.88	-
处置其他非流动金融资产取得的投资收益	-	2.44	3.53	-
处置其他流动资产投资的投资收益	-	2.31	-	-
交易性金融资产持有期间的投资收益	-	0.63	0.68	-
其他权益工具投资持有期间的投资收益	-	0.97	1.04	-
处置交易性金融资产取得的投资收益	-	0.04	0.06	-
公允价值变动收益	-	5.97	-1.66	0.74
加：营业收入-营业成本	1.48	2.16	1.33	0.52
减：期间费用、营业税金及附加、资产减值损失	4.79	6.65	6.09	1.43
加：营业外收入-营业外支出	0.13	0.006	0.07	0.01
利润总额	22.48	19.01	4.21	0.46

资料来源：上海国际资管

成本方面，由于融资成本下降，该公司财务费用有所下降，2020-2022 年，公司财务费用分别为 2.78 亿元、2.59 亿元和 2.23 亿元。

母公司口径盈利情况方面，2022 年，该公司各项盈利指标均有所弱化，主要系 2021 年公司酒店板块股权一次性置换收益所致。2022 年，公司股权投资分红收益、产业基金分配收益有所增长，股权处置收益则有所下降，主要系部分非上市股权未能按照计划实现退出。

图表 16. 公司盈利情况分析

公司盈利结构	2020 年	2021 年	2022 年
营业总收入合计（亿元） ⁵	25.95	17.93	10.68
期间费用率（%）	13.93	19.63	29.61
全年利息支出总额（亿元）	2.77	2.53	2.17
净利润（亿元）	17.79	15.93	5.59
平均资本回报率（%）	19.97	13.69	3.95

资料来源：上海国际资管（母公司口径）。

整体而言，该公司商业载体租赁及酒店经营业务板块的滚动周期较长，部分项目仍处于培育阶段，

⁵ 营业总收入=营业收入+投资收益

且市场竞争激烈，部分项目尚未实现盈利；产业基金板块开始进入大规模现金回流期，冲销本金后可核算投资收益，近年来收益陆续实现；公司结合各板块收益情况及一二级市场行情，对存量财务投资进行处置，从而平滑利润及支撑盈利。未来，随着产业基金的逐步退出，产业基金板块的利润贡献将进一步体现，公司长、中、短期的资产配置及盈利结构将逐渐趋于完善，公司的持续盈利能力将得到显著提升。

管理

1. 产权关系与公司治理

该公司为国有独资公司，是上海国际集团的全资子公司，实际控制人为上海市国资委，公司能够得到股东及上海市政府的有力支持。公司严格按照有关法律、法规的要求，建立并不断完善公司治理结构，强化内部管理，规范经营运作，目前已形成较为完善的公司治理结构。

（1）产权关系

该公司为上海国际集团全资子公司，实际控制人为上海市国资委。公司产权状况详见附录一。

上海国际集团成立于 2000 年 4 月，系由上海市人民政府授权上海市国资委履行出资人职责的国有独资公司，是按照上海经济发展战略、完善所有制结构的原则和整顿、规范信托投资公司发展的要求，在规范国有资产运作的基础上组建而成。

2013 年以来，为贯彻落实中央全面深化改革 60 条和上海国资国企改革 20 条的重要精神，根据上海市委、市政府决策部署，上海国际集团确立了国有资本运营平台的功能定位，全面推进实施国资运营和投资管理的“双轮驱动”战略：在国资运营方面，认真履行“两个主体、一个通道”职能，即部分国有股权的持股主体、国资流动的执行主体、部分国有资本进退流转的主要通道，努力实现资源、资产、资本、资金的良性循环；在投资管理方面，以市属重点企业为核心，积极开展所属资产的纵向整合、横向归并与跨系统转让。

上海国际集团旗下资产主要为金融服务类企业，拥有上海国资、上海国际资管、上国投资管等控股子公司，上海国际集团已被纳入全国首批金控监管试点机构，具有银行、证券、保险、资管等领域的牌照，旗下拥有国泰君安证券、浦发银行、上海农商行、中国太保等金融资源。

图表 17. 截至 2022 年末，上海国际集团主要二级子公司情况

二级子公司	注册资本（亿元）	持股比例（%）	业务性质
上海国有资产经营有限公司	55.00	100.00	投资管理
上海国际集团资产管理有限公司	35.00	100.00	投资管理
上海上国投资资产管理有限公司	10.00	80.00	投资管理
上海国际集团（香港）有限公司	USD 2.96	100.00	投资咨询

资料来源：上海国际资管

未来，上海国际集团将致力于成为有效运营的国有资本运营公司，积极开展国资流动、投资管理和金融要素市场建设。上海国际集团将按照上海市委、市政府的战略部署，充分发挥国资运营平台与金融国资平台的传统优势和独特作用，积极参与政府统筹决策的功能性项目，采用市场化方式，依法合规、透明高效地做好项目运营；对于市场化项目，坚持发挥市场配置资源的决定性作用，在公开、透明、规范的市场环境中高效配置国有资本，努力在流动中增值，实现国资效益最大化。

（2）主要关联方及关联交易

该公司的关联交易包括和下属子公司的物业租赁。整体来看，公司关联交易规模较小，且均为参考市场价格协议定价，对公司运营能力不构成影响。

（3）公司治理

该公司是国有独资公司，根据《公司法》等法律、法规的要求，制定了《公司章程》，设立了董事会及监事会，董事会成员 5 名，由股东上海国际集团委派，监事会成员 3 名，其中 2 名由股东上海国际集团委派，1 名由职工选举产生。公司设总经理 1 名，由董事会聘任或解聘，负责组织领导公司的日常经营管理工作。公司合并范围有 6 家子公司，主要从事酒店管理、商业载体租赁及酒店经营及财务投资等业务。公司主业涉及的主要经营主体详见附录三。

2. 运营管理

该公司已建立了较完善的内部管理制度体系和风险管理架构，人员整体素质较高，公司基本素质良好。公司已建立了符合经营需要的激励约束机制和绩效考核体系，但激励机制市场化程度仍有提升空间。

该公司高管具有大学及以上学历和中、高级专业技术职称，并有多年的相关工作经验和企业管理经验。公司注重人才的吸收和培养，公司员工多为法律、商业及财务管理等方面的专业人才，又有多年的实际工作经验，有着较高的业务素质和专业技能，人员稳定性较好，综合素质较高。

该公司既是上海国际集团商业载体租赁及酒店运营业务的经营主体，又是上海国际集团产业基金业务的投资主体和管理主体。公司按项目开发、项目管理、人事、财务及风控等管理环节设立了相应的职能部门，各部门分工明确，各司其职。公司在内部控制及对外投资筹资等方面制定了比较健全的规章制度，并注重日常考核管理，公司运作机制合理、规范。公司设党政联席会议，并建立了较健全的投资决策体系，提高了项目投资决策的科学性。公司已建立了符合经营需要的激励约束机制和绩效考核体系，但激励机制市场化程度仍有提升空间。

外部支持因素

该公司为上海国际集团全资子公司，实际控制人为上海市国资委。公司是上海国际集团开展国有资产管理及国有资本运营的主要实施主体之一，在上海国际及上海国资委系统中具有重要地位，可获得上海国际集团及上海市政府的大力支持。2014 年-2015 年，上海国际集团分别对公司增资 4.16 亿元和 7.50 亿元。

跟踪评级结论

该公司为上海国际集团全资子公司，实际控制人为上海市国资委。公司是上海国际集团开展国有资产管理及国有资本运营的主要实施主体之一，在上海国际集团及上海国资委系统中具有重要地位，可获得上海国际集团及上海市政府的大力支持。

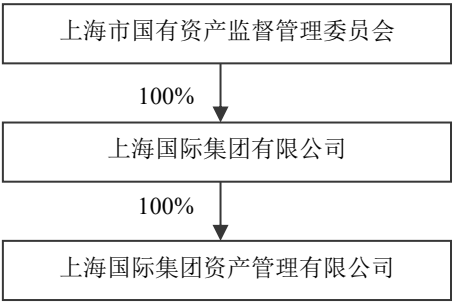
该公司制定了长、中、短期资产结构合理配置，滚动发展的规划。该公司商业载体租赁及酒店经营业务板块投资成本较低，经营有待提升，但物业增值幅度较大；产业基金板块中的基金陆续进入退出期，投资逐步回收，可在未来实现较大规模的现金回笼及利润贡献；财务投资板块可对公司的盈利形成较好的补充。

该公司各业务板块已基本形成了投资与融资的相互匹配，资产负债匹配度较高。公司杠杆经营程度适中，债务偿付压力可控，债务结构较为合理。受制于股票二级市场行情，公司库存股票市值有所波动，但存量股票依然有较大规模浮盈，加之未来产业基金 LP 份额的浮盈变现，公司流动性能得到有效支撑。

同时，我们仍将持续关注（1）宏观经济变化对该公司股权投资企业经营情况的影响；（2）证券市场价格波动对公司资产规模和结构的影响；（3）房地产市场景气度下降对公司商业载体租赁及酒店经营主营业务板块投资的影响。

附录一：

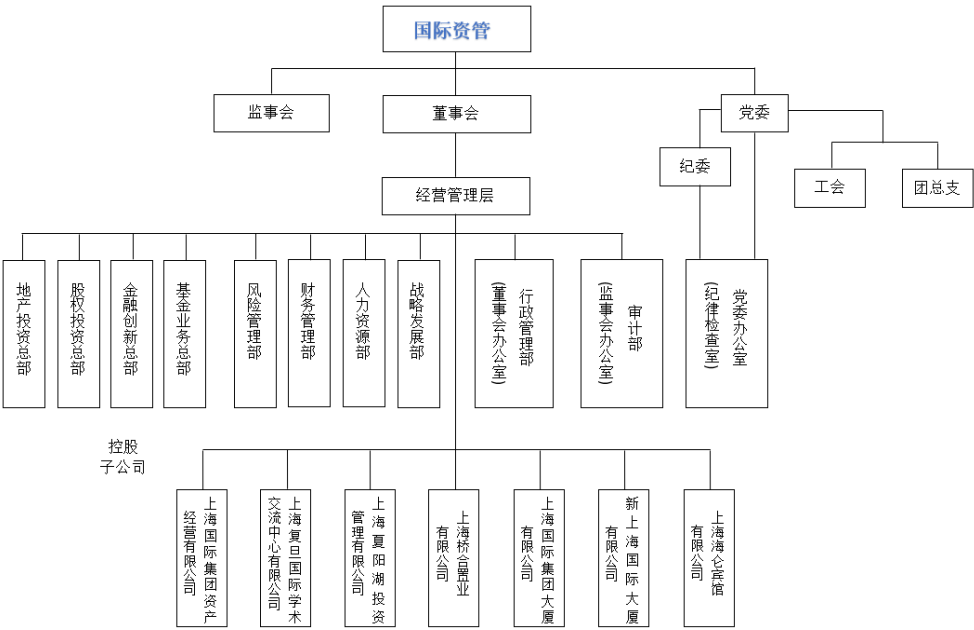
公司与实际控制人关系图



注：根据上海国际资管提供的资料绘制（截至 2023 年 3 月末）。

附录二：

公司组织结构图



注：根据上海国际资管提供的资料绘制（截至 2023 年 3 月末）。

附录三：

重要子公司概览

名称		注册资本 (亿元)	母公司 持股比例 (%)	主营业务
全称	简称			
上海复旦国际学术交流中心有限公司	复旦国际	0.50	100.00	管理复旦酒店
上海夏阳湖投资管理有限公司	夏阳湖公司	4.29	100.00	管理夏阳湖酒店
新上海国际大厦有限公司	新上海国际公司	1.67	60.00	管理新上海国际大厦
上海国际集团大厦有限公司	上海国际集团大厦	1.95	100.00	管理上海国际集团大厦
上海国际集团资产经营有限公司	-	2.80	100.00	投资管理、财务投资等
上海桥合置业有限公司	桥合置业	10.00	100.00	建设和管理上海国际财富中心
上海海仑宾馆有限公司	海仑宾馆	0.63	100.00	管理海仑宾馆

注：根据上海国际资管 2022 年度审计报告附注及公司提供资料整理

附录四：
主要数据及指标

主要财务数据与指标	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年 第一季度
发行人母公司数据				
资产总额[亿元]	178.87	231.52	233.55	234.16
投资资产规模 [亿元]	130.77	224.45	215.94	223.87
刚性债务[亿元]	71.53	72.22	73.57	73.67
所有者权益 [亿元]	91.78	140.99	142.63	143.23
营业总收入[亿元]	25.95	17.93	10.68	0.62
净利润 [亿元]	17.79	15.93	5.59	0.20
经营性现金净流量[亿元]	-0.35	-2.54	-0.74	-0.58
投资性现金净流量[亿元]	6.81	5.04	8.86	-6.19
筹资性现金净流量[亿元]	-4.33	-2.82	-2.42	-0.45
资产负债率[%]	48.69	39.10	38.93	38.83
短期刚性债务占比[%]	39.95	66.15	47.72	47.60
高流动性资产占比[%]	3.97	12.89	7.40	5.36
债务价值比[%]	50.56	29.91	29.07	48.95
债务价值比*[%]	50.56	29.91	29.07	48.95
双重杠杆率[%]	38.83	30.51	31.14	31.01
现金充足率[%]	51.83	31.38	54.45	-
营业利润率[%]	3380.51	3206.13	933.04	1585.78
期间费用率[%]	13.93	19.63	29.61	120.61
总资产收益率[%]	10.09	7.77	2.41	-
净资产收益率[%]	19.97	13.69	3.95	-
发行人合并口径公司数据				
资产总额[亿元]	189.36	234.80	229.08	229.43
刚性债务[亿元]	71.59	76.35	73.57	73.68
所有者权益[亿元]	96.33	136.51	136.01	136.48
营业总收入[亿元]	27.43	20.29	12.63	1.38
EBITDA[亿元]	25.91	23.23	8.49	-
净利润 [亿元]	17.27	14.47	3.54	0.07
经营性现金净流量[亿元]	-5.65	-4.38	-0.51	-0.42
投资性现金净流量[亿元]	20.01	2.58	14.01	-4.77
筹资性现金净流量[亿元]	-11.94	1.12	-6.68	-0.85
资产负债率[%]	49.13	41.86	40.63	40.51
权益资本/刚性债务[倍]	1.35	1.79	1.85	1.85
EBITDA/利息支出[倍]	9.13	8.61	3.73	-
净资产收益率 [%]	19.22	12.43	2.60	-
非筹资性现金净流量/利息支出 [倍]	0.41	0.25	3.67	-

注 1：表中数据依据上海国际资管经审计的 2020~2022 年度及未经审计的 2023 年第一季度财务数据整理、计算；

注 2：营业总收入=营业收入+投资收益。

指标计算公式

资产负债率(%)=期末负债合计/期末资产总计×100%
高流动性资产=非受限货币资金及现金等价物+非受限上市公司股权+其他可认定为高流动性资产的股权或债权资产
投资资产规模=交易性金融资产+可供出售金融资产+持有至到期投资+债权投资+其他债权投资+长期股权投资+其他权益工具+其他非流动金融资产+其他可认定为投资资产的投资
高流动性资产占比(%)=期末高流动性资产/(期末货币资金+期末投资资产规模合计)×100%
刚性债务=短期借款+应付票据+一年内到期的长期借款+应付短期融资券+应付利息+长期借款+应付债券+其他具期债务
短期刚性债务占比(%)=短期刚性债务/刚性债务×100%
债务价值比(%)=(期末刚性债务合计-期末非受限货币资金及现金等价物)/期末投资资产规模合计×100%
债务价值比*(%)=(期末刚性债务合计-期末非受限货币资金及现金等价物+期末为并表范围内成员企业提供担保+期末其他应计入对子公司担保部分)/期末投资资产规模合计×100%
双重杠杆率(%)=期末长期股权投资/期末股东权益×100%
现金充足率(%)=(报告期销售商品、提供劳务收到的现金+报告期取得投资收益收到的现金)/(报告期管理费用+报告期利息支出+报告期所得税费用)×100%
EBITDA=利润总额+列入财务费用的利息支出+固定资产折旧+无形资产及其他资产摊销
营业利润率(%)=报告期营业利润/报告期营业收入×100%
期间费用率(%)=报告期营业总收入/(报告期销售费用+报告期管理费用+报告期研发费用+报告期财务费用)×100%
总资产收益率(%)=报告期净利润/[(期初总资产合计+期末总资产合计)/2]×100%
净资产收益率(%)=报告期净利润/[(期初所有者权益合计+期末所有者权益合计)/2]×100%
非筹资性现金净流入量/利息支出(倍)=(报告期经营活动产生的现金流量净额+报告期投资活动产生的现金流量净额)/报告期利息支出

附录五：

评级结果释义

本评级机构主体信用等级划分及释义如下：

等 级		含 义
投 资 级	AAA 级	发行人偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低
	AA 级	发行人偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低
	A 级	发行人偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
	BBB 级	发行人偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
投 机 级	BB 级	发行人偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高
	B 级	发行人偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高
	CCC 级	发行人偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高
	CC 级	发行人在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务
	C 级	发行人不能偿还债务

注：除 AAA、CCC 及以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

本评级机构中长期债券信用等级划分及释义如下：

等 级		含 义
投 资 级	AAA 级	债券的偿付安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
	AA 级	债券的偿付安全性很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。
	A 级	债券的偿付安全性较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
	BBB 级	债券的偿付安全性一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
投 机 级	BB 级	债券的偿付安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
	B 级	债券的偿付安全性较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
	CCC 级	债券的偿付安全性极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
	CC 级	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债券本息。
	C 级	不能偿还债券本息。

注：除 AAA、CCC 及以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

附录六：
发行人历史评级情况

评级类型	评级情况分类	评级时间	评级结果	评级分析师	所使用评级方法和模型名称及版本	报告（公告）链接
主体评级	历史首次评级	2015 年 4 月 8 日	AAA/稳定	刘兴堂、余罗畅	新世纪评级方法总论（2012） 工商企业评级方法概论（2014） 通用版评级模型（参见注册文件）	报告链接
	前次评级	2022 年 6 月 23 日	AAA/稳定	何泳萱、宫晨	新世纪评级方法总论（2012） 工商企业评级方法概论（2014） 工商企业评级模型（通用）MX-GS001（2019.8）	报告链接
	本次评级	2023 年 6 月 20 日	AAA/稳定	刘兴堂、宫晨	新世纪评级方法总论（2012） 金融机构评级方法与模型（金融投资公司）FM-JR005（2022.12）	-
债项评级（20 沪资 01）	历史首次评级	2020 年 4 月 30 日	AAA	刘兴堂、何泳萱	新世纪评级方法总论（2012） 工商企业评级方法概论（2014） 工商企业评级模型（通用）MX-GS001（2019.8）	报告链接
	前次评级	2022 年 6 月 23 日	AAA	何泳萱、宫晨	新世纪评级方法总论（2012） 工商企业评级方法概论（2014） 工商企业评级模型（通用）MX-GS001（2019.8）	报告链接
	本次评级	2023 年 6 月 20 日	AAA	刘兴堂、宫晨	新世纪评级方法总论（2012） 金融机构评级方法与模型（金融投资公司）FM-JR005（2022.12）	-
债项评级（21 沪资 01）	历史首次评级	2021 年 2 月 22 日	AAA	何泳萱、宫晨	新世纪评级方法总论（2012） 工商企业评级方法概论（2014） 工商企业评级模型（通用）MX-GS001（2019.8）	报告链接
	前次评级	2022 年 6 月 23 日	AAA	何泳萱、宫晨	新世纪评级方法总论（2012） 工商企业评级方法概论（2014） 工商企业评级模型（通用）MX-GS001（2019.8）	报告链接
	本次评级	2023 年 6 月 20 日	AAA	刘兴堂、宫晨	新世纪评级方法总论（2012） 金融机构评级方法与模型（金融投资公司）FM-JR005（2022.12）	-
债项评级（21 沪资 02）	历史首次评级	2021 年 7 月 5 日	AAA	何泳萱、宫晨	新世纪评级方法总论（2012） 工商企业评级方法概论（2014） 工商企业评级模型（通用）MX-GS001（2019.8）	报告链接
	前次评级	2022 年 6 月 23 日	AAA	何泳萱、宫晨	新世纪评级方法总论（2012） 工商企业评级方法概论（2014） 工商企业评级模型（通用）MX-GS001（2019.8）	报告链接
	本次评级	2023 年 6 月 20 日	AAA	刘兴堂、宫晨	新世纪评级方法总论（2012） 金融机构评级方法与模型（金融投资公司）FM-JR005（2022.12）	-
债项评级（21 沪资 03）	历史首次评级	2021 年 11 月 2 日	AAA	何泳萱、宫晨	新世纪评级方法总论（2012） 工商企业评级方法概论（2014） 工商企业评级模型（通用）MX-GS001（2019.8）	报告链接
	前次评级	2022 年 6 月 23 日	AAA	何泳萱、宫晨	新世纪评级方法总论（2012） 工商企业评级方法概论（2014） 工商企业评级模型（通用）MX-GS001（2019.8）	报告链接
	本次评级	2023 年 6 月 20 日	AAA	刘兴堂、宫晨	新世纪评级方法总论（2012） 金融机构评级方法与模型（金融投资公司）FM-JR005（2022.12）	-

注：上述评级方法及相关文件可于新世纪评级官方网站查阅。